

12月票房表现良好, IP改编移动游戏海内外市场表现亮眼——12月行业动态报告

核心观点

- **最新观点** 1. 元旦电影票房同比翻番, 优质内容带动观影需求, 春节佳片齐聚强势催化影视行情。12月票房共计34.69亿元, 月度票房逐步恢复至疫情前正常水平; 2020年度票房超200亿元人民币, 总出票达9452万张; 2021年元旦单日国内票房破6亿元创新高, 电影市场迎来开门红。随着优质佳作陆续定档春节, 预计电影市场将迎来强势复苏, 我们认为春节档期票房有望突破80亿, 创造新的票房纪录, 优质的公司将真正意义上迎来触底反弹, 行业回暖叠加业绩复苏, 股价表现有望迎来戴维斯双击, 市场表现值得长期关注。2. IP改编移动游戏海内外市场表现亮眼, 看好具有丰富IP矩阵及强自研实力的游戏企业。12月2日伽马数据发布《2020-2021移动游戏IP市场发展报告》, 统计数据显示, 2020年IP改编移动游戏收入首次破千亿元, 较2019年同比增长25.91%, 流水TOP100移动游戏中国内IP流水占比高达50.7%, 《和平精英》《使命召唤手游》等多款中国企业研发的IP改编移动游戏海外市场表现亮眼。IP游戏始终具备着较高的活力, 不断推动整个移动游戏产业的高速发展, 是支撑中国移动游戏市场增长的重要动力我们认为丰富的IP储备可以提升游戏企业的战力值, 为各家游戏企业拓展全球游戏市场的重要装备, 未来拥有多款IP储备的游戏企业在移动游戏领域也更具竞争优势。
- **投资建议** 1. **新模式**: 建议关注具有私域属性的平台腾讯控股(0700.HK)、哔哩哔哩(BILI.O)、即将在港交所上市的快手(H01454.HK)等。2. **新业态**: 建议关注具备完善产品矩阵且研发能力优异的祖龙娱乐(9990.HK)、腾讯控股(0700.HK)、网易(NTES.O)、完美世界(002624.SZ)、三七互娱(002555.SZ)等。3. **新消费**: 建议关注垂直医美平台新氧(SY.O)、综合生活服务平台美团-W(3690.HK), 生活圈媒体分众传媒(002027.SZ)、三人行(605168.SH)及头部院线万达电影(002739.SZ)、横店影视(603103.SH)和内容制作龙头光线传媒(300251.SZ)等。
- **风险提示** 市场竞争加剧的风险, 政策及监管环境的风险, 作品内容审查或审核风险, 公共卫生风险等。
- **核心组合上月表现**

传媒互联网行业

推荐 (维持评级)

分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

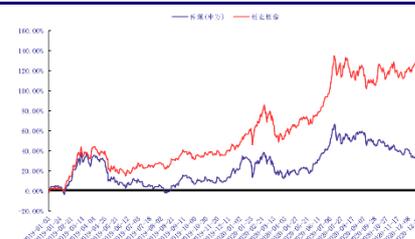
✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518020001

特此鸣谢: 岳铮

行业数据

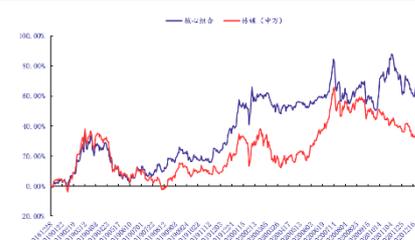
2021.01.04



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.01.04



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河传媒杨晓彤团队】行业动态报告_传媒行业_11月行业动态报告: 贺岁档助力2020影业收官, 媒体深度融合发展提速

【银河传媒杨晓彤团队】行业动态报告_传媒行业_10月行业动态报告: “十四五”文化事业迎繁荣发展期, 新老直播电商角力“双十一”

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

证券代码	证券简称	月涨幅 (%)	市盈率 PE (TTM)	市值 (亿元)
002739.SZ	万达电影	5.57	-5.33	403.32
002624.SZ	完美世界	-1.19	31.21	572.28
300413.SZ	芒果超媒	0.06	71.97	1290.77

目 录

一、居民文娱消费逐年增加，传媒行业长期景气度较高	2
(一) 文化娱乐产业增加值逐年走高，成为国家发展关键软实力	2
(二) 人均可支配收入走高，文化娱乐消费支出占比增加	3
(三) 传媒子行业政策趋严，行业整体向规范化精品化发展	4
二、传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间	5
(一) 影视行业：多部新片在即，元旦档表现开门红	5
1. 元旦当日票房破6亿创新高，2021年电影市场开门红	5
2. 月度剧集迎来春天，年度指数双双夺冠	6
(二) 短视频行业：2021年B站升级整合营销“Z+计划”，腾讯视频首推中视频战略	9
1. 2021年B站继续破圈之路，开启直播生态，全面升级整合营销“Z+计划”	9
2. 腾讯视频首推中视频战略，各平台中视频布局进入高峰期	10
(三) 游戏行业：IP改编移动游戏收入首次破千亿元，看好未来电竞产业发展	10
1. IP改编移动游戏收入首次破千亿元，增长潜力依旧看好	10
2. 新游赛博朋克、使命召唤上线后表现亮眼	11
3. 电竞成亚运正式比赛项目，头部公司持续加码电竞赛道	11
4. 12月公布今年第三批进口游戏版号，共有42款进口游戏获批	12
5. 11月流水小幅下滑，王者荣耀流水持续登顶	14
(四) 出版行业：去年国内数字出版产业收入规模近万亿	16
1. 数字出版产业持续增长，在线教育发展最为强劲	16
2. 2020年中国版权年会召开，阅文集团18部作品上榜最具版权价值网络文学排行榜	17
3. 图书市场逐步回暖，降幅收窄	17
(五) 营销行业：商家自播或成为品牌营销新风口	20
1. 广告市场环比同比双增长，各渠道表现良好	20
2. 网络购物用户规模持续增加，直播电商新业态彰显活力	21
3. 平台主播提升品牌认可度，薇娅viya列榜首	21
4. 双十二期间，店家自播成为直播带货新趋势	22
5. 头部主播相继陷入售假风波，直播电商的合规化正在加速	23
三、传媒行业在资本市场中的发展情况	24
(一) 传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升	24
(二) 传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低	24
(三) A股IPO审核依然趋严，中概股回流趋势明显	25
四、投资建议	25
五、风险提示	26
六、附录	27
(一) 传媒各子行业历年政策变化	27
(二) 核心组合	29

一、居民文娱消费逐年增加，传媒行业长期景气度较高

(一) 文化娱乐产业增加值逐年走高，成为国家发展关键软实力

文化娱乐产业是中国新兴经济的重要组成部分，成为数字经济的重要支柱之一，2016年国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，将数字创意产业首次纳入国家战略性新兴产业发展规划，文娱产业已逐渐成为国家发展的关键软实力。近年来，文化娱乐产业在政策和技术的双重利好环境下高速增长，对宏观经济、相关产业和居民福利等均具有重要影响。

文化娱乐产业增加值逐年提高，极大拉动经济增长。自2004年至2018年，中国文化产业增加值从3440亿元增长至41171亿元，增长超出10倍；法人单位数从2004年的6.48万个增加至2019年的58.52万个；法人单位营业收入从2004年的16561.5亿元增至2019年的86624亿元，增长超过5倍。由数据可以看出2012-2018年期间中国文化产业增加值迅速增长，总体上可以看出文化产业增加值的增长率一直高于GDP的增长率，且年增长率近十年来均超过12%。

图 1：2012-2018 文化及相关产业增加值 GDP 占比及增长率



资料来源：国家统计局统计年鉴，中国银河证券研究院整理

在宏观经济增速放缓，经济运行进入新常态的背景下，文娱产业的高速增长成为宏观经济的重要推动力。从中观层面看，文娱产业细分领域多，涉及文学、影视、数字文化等多个领域，并与相关产业交叉融合，不断延伸产业链和价值链；同时新兴文娱产业发展极大依托互联网等新技术，科技含量高，逐渐成为数字经济的重要支柱之一，符合国家发展战略性新兴产业的政策导向，成为国家发展的关键软实力。从微观层面看，随着居民人均收入和人均受教育程度的提高，精神文化需求迅速增长，并呈现多样化、多层次的格局，文娱产业的快速发展满足了民众精神消费的需求，丰富民众精神生活。

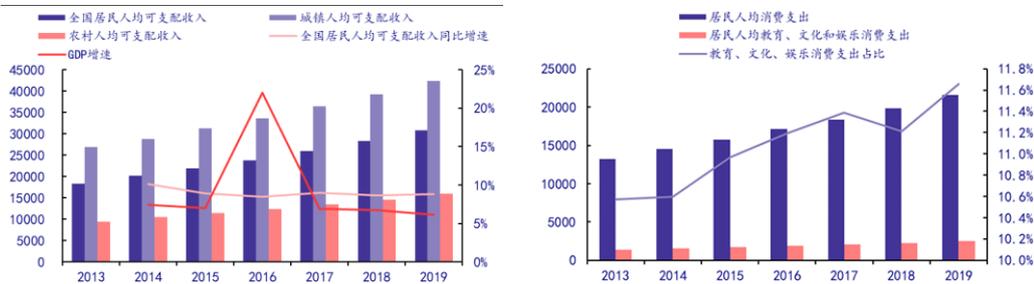
文化娱乐产业增速放缓，市场规模稳健扩张。改革开放以来，特别是本世纪近十年来，文娱产业经历快速发展和变革，人均可支配收入提升、消费代际转换与更替、移动互联网快速发展和产业政策大力度扶持，四大利好因素支撑文娱产业的高速增长和扩张，平均增速超过10%，2014年中国文娱产业规模首次突破万亿元人民币，2019年产业规模达到3.5万亿元。随着产业的不断发展成熟，居民文娱消费升级需求提升，文娱产业市场规模继续保持稳健扩张。

但相比于国外,美国文娱产业增加值比重在 2017 年已经达到 31%,韩国 2012 年已达 9.89%。相比较之下,中国文化产业产业发展仍存在很大发展空间。

(二) 人均可支配收入走高, 文化娱乐消费支出占比增加

文化娱乐产业作为服务业的重要组成部分,在居民日常消费中占有重要地位。在我国全国人均可支配收入持续增长的背景下,我国居民人均消费支出构成中,文化和娱乐消费支出占比呈总体增长态势,从 2013 年占比 10.6%增长至 2019 年 11.7%。美国文娱产业发展经验显示,当人均 GDP 达到 7000 美元时,文娱消费开始兴起。2013 年中国人均 GDP 已达到 43900 元,中国文娱产业快速发展的基础条件已经具备。

图 2: 2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速与居民人均教文娱消费支出占比

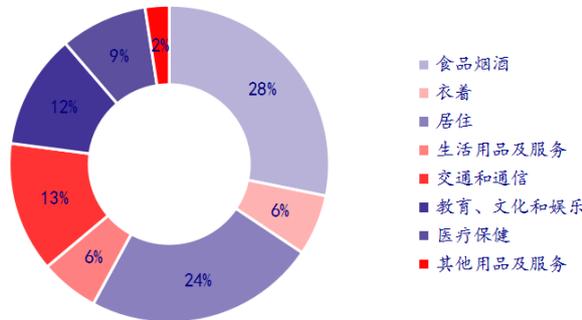


资料来源: 国家统计局统计年鉴, 中国银河证券研究院

居民可支配收入水平对文化娱乐消费能力具有重要影响,一般情况下,可支配收入水平越高,文化娱乐消费能力越强,文化娱乐消费量越大。且根据马斯洛需求层理论,人们在满足物质需要后,才会更多进行精神需要领域的消费。而文化娱乐消费属于精神消费领域,当居民总体生活水平不断提升,满足基本物质需要时,文化娱乐领域的消费会随着居民的精神需要而不断增加。例如,2019 年,全国居民人均可支配收入 30733 元,比上年名义增长 8.87%; 全国居民人均消费支出 21559 元,比上年名义增长 8.59%。在居民消费支出中,人均教育文化娱乐的人均消费为 2513 元,增长 12.91%, 占总消费金额的 11.66%。而根据 2017 年全国固定资产投资情况,2017 年,全国固定资产投资(不含农户)631684 亿元,比上年增长 7.2%。分行业来看,文化、体育和娱乐业投资额达到 8732 亿元,同比增长 12.9%。

文化娱乐行业发展势头较好,文化娱乐企业在低迷的经济环境中成本传导能力较强,受经济周期波动影响较小,总体盈利水平相对稳定,随着居民娱乐性消费支出的不断增长,成本相对低廉的娱乐消费将获得大幅增长。

图 3: 2019 年居民消费结构



资料来源: 国家统计局统计年鉴, 中国银河证券研究院整理

(三) 传媒子行业政策趋严, 行业整体向规范化精品化发展

表 1: 传媒各子行业政策环境

传媒子行业	行业政策现状	我们的分析与理解
影视行业	税收等政策收紧下行业承压, 虽影院已正式复工, 经营压力短期内仍难以缓解, 集中度提升和精品化将成为未来主趋势。	影视产业税收政策持续优惠, 并有支持文化产业发展的系列政策, 推动影视行业高质量、均衡化发展; 但是影视从业人员的税收政策趋紧, 从业人员片酬及电视剧采购价格两方面均出现限额规范。在政策持续收紧的背景下, 行业承受较大压力, 整体项目储备呈持续下滑趋势, 但头部公司目前项目储备仍较丰富。在人民群众文化娱乐需求不断提升的推动下, 行业市场空间仍具备较大潜力。在规范化的进程中, 集中度提升和精品化将成为未来的趋势。
游戏行业	游戏版号审批常态化, 行业更关注产品质量。同时 5G 技术给行业带来科技新动力, 云游戏有望在未来打开行业收入天花板。	自 2018 年 12 月底恢复版号核发后, 游戏版号审批进入常态化。2020 年 9 月共有两批游戏版号出炉, 总计 122 款游戏获得版号, 且版署连续两次公布版号撤销公告, 监管制度愈发严格。游戏版号审批恢复使游戏行业估值有所修复, 同时 5G 技术给游戏行业带来科技新动力, 网速提升将促进云游戏和 VR/AR 游戏推广与发展。
出版行业	书号总量收缩下行业规模承压, 减量提质成为行业未来管理主题。	书号, 即为我国合法出版书籍的统一编号。2009 年 1 月, 书号网上实名申领全面开展, 结束此前摊派式的书号分配制度。然而, 自 2018 年年初开始, 书号总量再次收缩。在此情况下, 行业规模整体承压, 控制图书种数增长率, 减少重复品种的出版成为 2019 年的管理主题。在税收方面行业一直享有稳定的政策优惠, 预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续, 可成为出版行业的可持续性利好, 可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。
营销行业	广告市场进入调整期, 网红经济催生新业态。	2020 年上半年, 由于线下消费受阻, 用户消费逐渐向线上转移, 线上行业迎来流量爆发期, 国内直播电商迅速崛起, 短视频大热, 广告主投放渠道偏好转移明显, 营销需求主要向该领域靠拢。线下广告

媒体行业受到较大冲击，行业集中度进一步得到了提升，业绩持续恢复中。

直播行业

线下活动恢复下，爆发式增长的行业趋于疲态化。政策趋紧、5G 研发促进行业健康发展新局面。

2020 年上半年受疫情影响，传统行业纷纷转战线上，探索数字化转型，直播带货成为商家寻求增量突破口，行业生态化趋势愈发明显，直播电商相关投资数量及金额快速上涨。后疫情时代，线下活动逐渐恢复，消费者活力逐渐疲软、趋于理性，直播行业生态化明显。井喷式发展带来乱象丛生，监管政策的出台促进行业健康规范发展，未来 5G 带来新体验或能推动行业革新。

资料来源：中国银河证券研究院整理

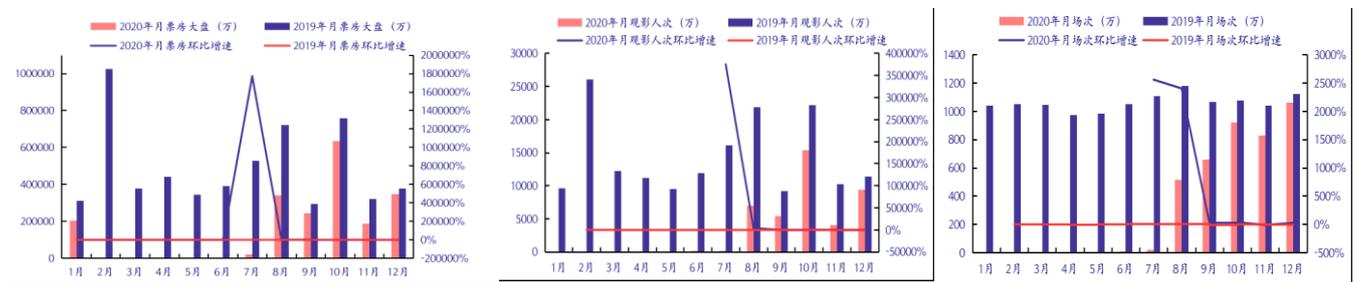
二、传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间

（一）影视行业：多部新片在即，元旦档表现开门红

1. 元旦当日票房破 6 亿创新高，2021 年电影市场开门红

12 月票房表现良好，月度票房正在逐步恢复到疫情前正常水平，月票房共计 34.69 亿元，影片数、观影人次及上座率较 11 月都有明显改善，当前月票房冠军《拆弹专家 2》及圣诞档上线影片《清雅集》都有不俗表现，截至 12 月 31 日，2020 年度票房已达 200 亿元人民币，总出票达 9452 万张。共计场次 1059 万场。根据灯塔专业版数据统计，2021 年元旦单日国内票房破 6 亿元并刷新了中国影史历年元旦单日最高票房纪录，较 2018 年 1 月 1 日 3.57 亿元历史最高值增长 65.13%，较去年元旦首日票房增长 106.74%，元旦三天累计票房达 12.94 亿，其中元旦首日票房前三的作品是：《送你一朵小红花》2.36 亿，累计票房 7.58 亿；《温暖的抱抱》1.6 亿，累计票房 5.22 亿；《拆弹专家 2》0.93 亿，累计票房为 8.23 亿。

元旦期间的优异表现证明了电影市场的优质供给对于需求有着明显的拉动作用，随着优质影片的陆续定档，预计电影市场将迎来强势复苏。春节档往往是当年的票房高潮，2019 年春节档 7 天票房超过 58 亿元，占全年总票房接近 10%。结合 21 年春节档作品目前定档情况，两部留守重磅影片《唐人街探案 3》《熊出没之狂野大陆》在经历了一年时间的沉淀备受期待，截至目前这两部影片已分别有 693 万人、32 万人想看，加上五部新片《侍神令》《你好，李焕英》《刺杀小说家》《人潮汹涌》《新神榜：哪吒重生》的上映使众多佳作齐聚春节档，我们认为春节档期票房有望突破 80 亿，创造新的票房纪录，随着市场数据的进一步验证，叠加电影市场在过去两年的格局重塑，优质的公司将真正意义上迎来触底反弹，行业回暖叠加业绩复苏，股价表现有望迎来戴维斯双击，市场表现值得长期关注。

图 4：2019-2020 年 1-12 月中国电影市场票房、观影人次、场次及环比增速


资料来源：艺恩数据，灯塔数据，中国银河证券研究院

表 2：12 月电影票房排名

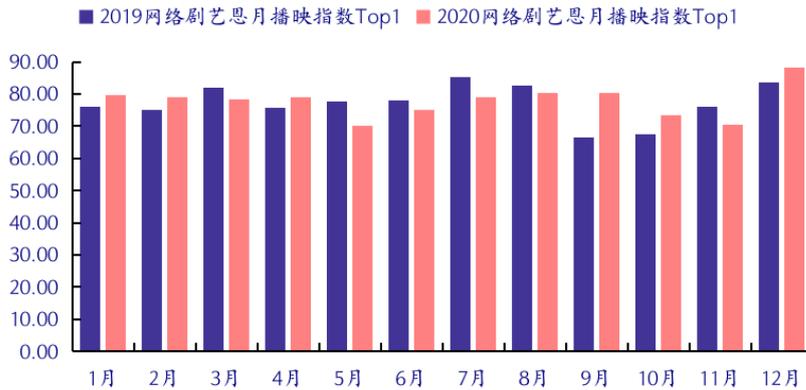
排名·影片名	单月票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	口碑指数
1.拆弹专家 2	46,852	15.3%	38	19	7.63
2.紧急救援	42,448	13.9%	39	11	7.03
3.沐浴之王	39,628	13.0%	34	10	6.74
4.如果声音不记得	33,425	10.9%	36	7	5.00
5.晴雅集	28,782	9.4%	38	18	4.68
6.疯狂原始人 2	20,172	6.6%	35	7	7.84
7.赤狐书生	18,557	6.1%	36	6	5.60
8.神奇女侠 1984	15,971	5.2%	39	8	6.82
9.除暴	12,987	4.3%	37	5	7.02
10.明天你是否依然爱我	6,558	2.1%	37	8	-

数据来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

2. 月度剧集迎来春天，年度指数双双夺冠

网络剧：12 月份网络剧热度迎来大幅上升，Top1 月度播映指数环比上升 25.2%至 88.14。2020 年 12 月，根据艺恩网络剧播映指数，12 月新剧播映态势良好，腾讯视频独播的月剧集《有翡》拔得头筹，月度播映指数夺得年度最高。此外，12 月份网络剧播放榜单中 12 月新剧占比达 70%，《小风暴之时间的玫瑰》、《阳光之下》位居第二和第三。前十名榜单中，腾讯视频独播剧集占据三席，分别为《有翡》、《小风暴之时间的玫瑰》和《百岁之好，一言为定》；10 月剧集占据两席，分别为《棋魂》和《从结婚开始恋爱》。

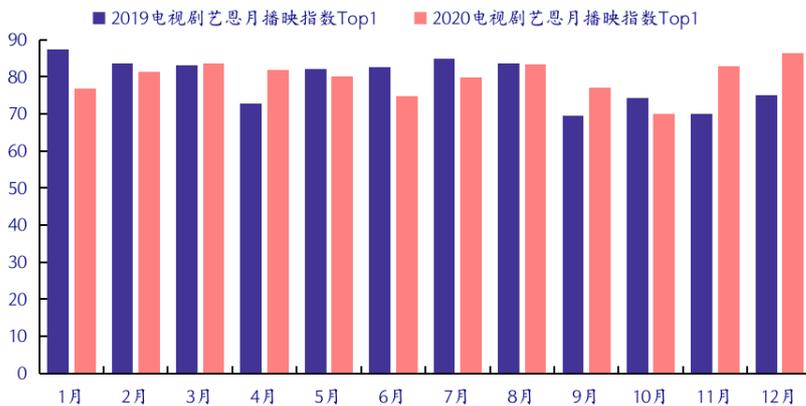
图 5: 网络剧月度播映指数 Top10 变化情况



资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

电视剧: 12 月份电视剧热度迎来小幅上升, Top1 月度播映指数环比上升 4.28%。根据艺恩数据电视剧播映指数数据, 多平台播放的月新剧《大江大河 2》荣登第一, 月度播映指数为 86.34, 夺得年度冠军。多平台播放的月新剧《大秦赋》位居第二名, 月度播映指数为 66.51。11 月荣登榜一的《隐秘而伟大》本月依旧表现不凡, 位居第三名, 月度播映指数为 57.92。12 月榜单中月度新剧共计 5 位, 其余为《巡回检察组》、《了不起的女孩》和《这就是生活》, 月度播映指数分别为 71.07、65.76 和 54.92。除此之外, 根据国家广播电视总局数据, 当代都市类型剧集数量拔得头筹, 总体类型展现多样化。

图 6: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

表 3: 2020 年 11 月电视剧分类占比情况

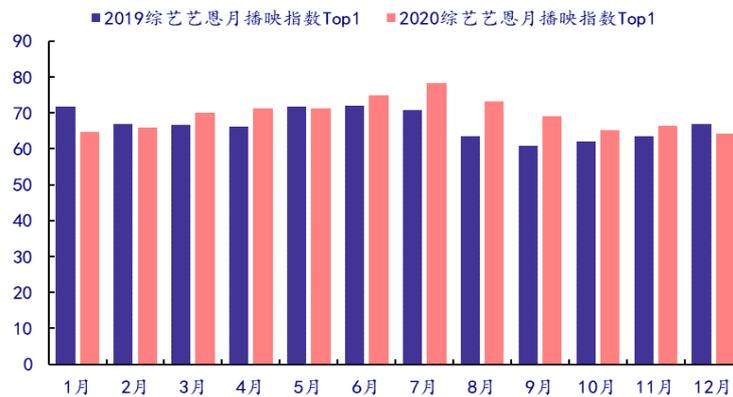
时期	类型	数量	占比	时期	类型	数量	占比
当代	军旅	0	0.00%	现代	军旅	1	2.33%
	都市	17	39.53%		都市	0	0.00%
	农村	8	18.60%		农村	0	0.00%
	青少	1	2.33%		青少	1	2.33%

	涉案	1	2.33%				
	科幻	0	0.00%				
	其他	4	9.30%				
近代	都市	0	0.00%	古代	青少	1	2.33%
	青少	0	0.00%		传记	0	0.00%
	传记	0	0.00%		传奇	1	2.33%
	传奇	2	4.65%		武打	0	0.00%
	革命	3	6.98%		宫廷	0	0.00%
	其他	2	4.65%		其他	1	2.33%

数据来源：国家广播电视总局，中国银河证券研究院

综艺节目：2020年12月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，Top1月度播映指数有所下降，环比下降4.19%至64.1。11月上线的多平台播放综艺《哈哈哈哈哈》占领播映指数冠军的位置，腾讯视频独播的《令人心动的offer第二季》、芒果TV独播的《明星大侦探第六季》以及多平台播放的《我们的歌第二季》分别位列第2、3、4名。从前十榜单来看，芒果TV、腾讯、优酷等各大视频平台竞争仍旧激烈，皆占有一席之地。十二月榜单以12月上映的综艺节目为主，11月上新综艺中仅有两位上榜。

图 7：综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

卫视收视率：根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据，2020年12月卫视收视率排行榜中，湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、东方卫视、北京卫视仍然保持前5的位置，其中湖南卫视以0.354%收视率位列第一，收视率同比上涨0.20%，Top5收视率环比上升9.03%，增幅较小。

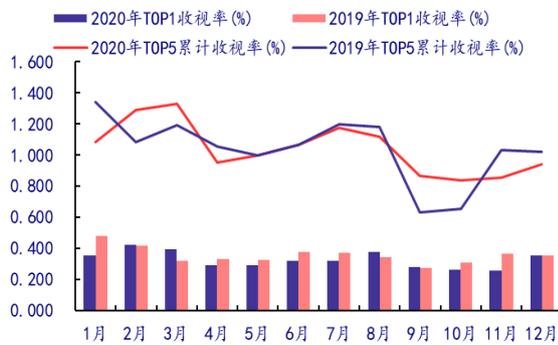
表 4：卫视月度收视率排行榜

2020年12月卫视全天(00:00-24:00)收视率		
排序	频道	收视率(%)
1	湖南卫视	0.354
2	江苏卫视	0.163

3	浙江卫视	0.150
4	东方卫视	0.147
5	北京卫视	0.127
6	湖南金鹰卡通频道	0.095
7	山东卫视	0.088
8	广东卫视	0.087
9	卡酷少儿	0.066
10	深圳卫视	0.064

资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

图 8：卫视收视率变化情况



资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

（二）短视频行业：2021 年 B 站升级整合营销“Z+计划”，腾讯视频首推中视频战略

1. 2021 年 B 站继续破圈之路，开启直播生态，全面升级整合营销“Z+计划”

12 月 15 日，2020 年 bilibili 效果营销合作伙伴大会在还上海成功举办，B 站表明将全面升级整合营销“Z+计划”。首先，开放更多营销场景，如直播，为品牌与年轻人建立更多连接，直播业务对于视频内容来说是很重要的业务组成部分，能为 UP 主和社区用户之间提供更多元的互动方式。直播生态或将成为 B 站接下来发力的重点，目前 B 站直播业务拥有英雄联盟全球总决赛连续三年的中国大陆地区独家版权；第二是提升效率，通过数据辅助分发，AI 个性化创意，构建转化链路；第三是提升整合营销能力，通过搭建 B-Data 数据平台，推出企业号远航计划，助力品牌阵地建设；最后是行业赋能，为交通、电商、快消等重点行业制定服务方案。B 站正在逐步实施扩圈和破圈，并已取得一定进展，据 2020 年 Q3 财报显示，B 站活跃用户数量达到 1.972 亿，同比增长 54%，其中 2020 年 8 月月活突破 2 亿，社区增长迈入全新里程碑。我们看好公司的内容生态完善及变现渠道的扩充，且公司作为 UGC 社区，已具有强复制壁垒，随着新游上线、头部主播及赛事的引进、广告负载率的提升，有望推动未来收入高速增长。

2. 腾讯视频首推中视频战略，各平台中视频布局进入高峰期

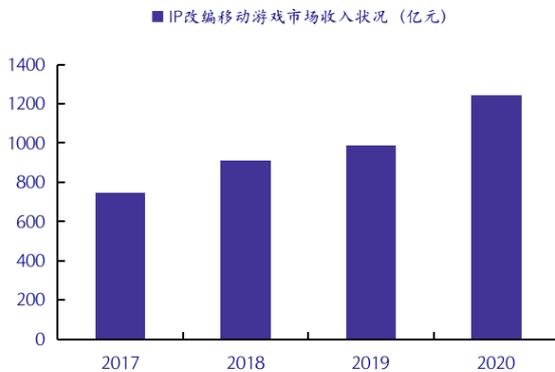
中视频的概念即时长在 1 分钟至 30 分钟的视频内容，目前国内中视频赛道正处于蓬勃发展之中，且下半年起各视频平台巨头纷纷下场布局。10 月 21 日，西瓜视频总裁任利峰在 2020 西瓜 PLAY 好奇心大会上宣布，未来一年西瓜视频将至少拿出 20 亿元用于补贴，与优秀的视频创作者一同发力“中视频”赛道；11 月 3 日，爱奇艺举办了“随刻精彩大会”并宣布随刻将作为爱奇艺布局中视频的拳头产品。12 月 19 日，腾讯视频在 2020 腾讯视频内容生态大会举行宣布推出中视频战略，腾讯视频给了中视频一个更加精准的定义——时长在 5-15 分钟范围内的视频，腾讯视频表示中视频内容承载着用户看更多、看更爽、看更广的诉求，是长视频创作者的新赛道及短视频创作者的新可能，也是腾讯视频后续发力的重点领域，各平台中视频布局进入高峰期。

（三）游戏行业：IP 改编移动游戏收入首次破千亿元，看好未来电竞产业发展

1. IP 改编移动游戏收入首次破千亿元，增长潜力依旧看好

12 月 2 日伽马数据发布《2020-2021 移动游戏 IP 市场发展报告》，统计数据显示，2020 年 IP 改编移动游戏收入首次破千亿元，较 2019 年同比增长 25.91%，流水 TOP100 移动游戏中国内 IP 流水占比高达 50.7%。中国 IP 改编移动游戏的影响力正逐渐向海外市场延伸，今年《和平精英》《使命召唤手游》等多款中国企业研发的 IP 改编移动游戏在海外地区获得十亿元以上的流水收入，仍具备一定的市场增长空间。按细分市场品类来看，主机/单机 IP 改编移动游戏同比增长率约 150%，小说 IP 连续两年增长超 30%，客户端游戏 IP 改编产品流水占比及数量占比均出现下滑。IP 用户本身具备较高价值，付费意愿和付费能力相对较高，目前移动游戏 IP 核心用户规模已超过 1.5 亿，六成以上 IP 用户具备稳定付费习惯，约四成 IP 用户在移动游戏上每月花费超过 20 元，约一成的用户月付费高达 500 元以上。IP 游戏始终具备着较高的活力，不断推动整个移动游戏产业的高速发展，是支撑中国移动游戏市场增长的重要动力。我们认为丰富的 IP 储备可以提升游戏企业的战力值，为各家游戏企业拓展全球游戏市场的重要装备，未来拥有多款 IP 储备的游戏企业在移动游戏领域也更具竞争优势。

图 9: IP 改编游戏市场收入状况



资料来源: 中国游戏产业研究院《2020年1-9月中国游戏产业报告》, 中国银河证券研究院

2. 新游赛博朋克、使命召唤上线后表现亮眼

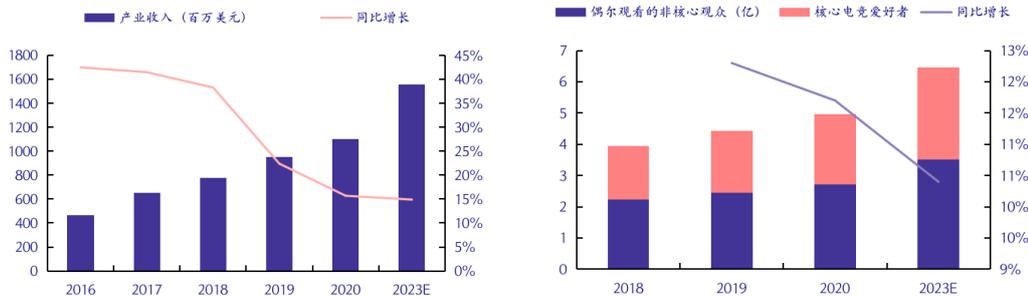
《赛博朋克 2077》于 10 日上午 8 点在 Steam 商店解锁, 在正式解锁两个半小时之后, 这款游戏的 Steam 同时在线玩家人数就已经超过了一百万, 位列全球第一, 创造了 Steam 历史上单机类游戏的新纪录。同时, 开发商 CDPR PROJEKT Red 通过官推宣布, 这款游戏的全球预购量已经达到了 800 万份。其中 PC 版预购量超过 472 万份, 打破由《魔兽世界: 暗影国度》创造的 PC 游戏史上首日销售最高记录 370 万份。12 月 25 日, 由动视暴雪授权与腾讯天美工作室联合打造的《使命召唤手游》国服正式上线。这款由经典射击游戏 IP 改编的枪战 FPS 手游早前已在海外市场登陆, 凭畅爽的刚枪游戏体验和优秀的画面质量得到海外玩家一致认可, SensorTower 数据显示, 截至今年 6 月, 海外版《使命召唤手游》全球下载量突破 2.5 亿, 在全球 App Store 和 Google Play 的总收入达到 3.27 亿美元, 并拿下 Google Play 2019 年年度最佳游戏、年度最受欢迎游戏和年度最佳对战游戏三项大奖。此番国服上线, 腾讯邀来巨星周杰伦代言, 并通过 QQ 和微信的聊天框与游戏进行联动, 双料营销使得超过 4900 万的官网预约量直接释放, 上线即登顶 App Store 国区免费榜和游戏榜, 10 小时冲进游戏畅销榜前四, 截至 12 月 27 日周日晚仍然位居 iOS 游戏榜首位, TapTap 评分也超过 8 分。

3. 电竞成亚运正式比赛项目, 头部公司持续加码电竞赛道

12 月 16 日, 亚奥理事会第 39 届全体代表大会召开, 电竞项目作为目前关注度很高的竞技项目之一, 已被正式列入杭州亚运会竞赛项目。近年来国内电竞的关注度持续升温, 根据 newzoo《2020 全球电竞市场报告》显示, 预计 2020 年全球电竞行业营收将高达 11 亿美元, 年同比增速 15.7%, 全球电竞观众总数预计高达 4.95 亿, 包括 2.23 亿核心电竞爱好者与 2.72 亿非核心观众。2020 年中国将凭借 3.85 亿美元预计营收成为收入最高的电竞市场, 同比 2019 年增长 2.8%。此外, 据天眼查数据统计, 截至 7 月 26 日我国 2020 年上半年新增电竞相关企业近 1,600 家, 较去年同比增长 20%, 电竞行业十分火爆。今年头部公司也纷纷加码电竞市场, 如网易联合 GR、AHQ、FPX、MRC、CPG 等 10 家高规格电竞俱乐部, 成立“第五人格职业联赛联盟”; 微博电竞和快手电竞分别收购 KPL 旗下 TS 战队和 YTG 战队; 三七互娱与头部电

竞俱乐部 AG 完成了战略合作签约仪式，三七互娱对 AG 完成数千万的战略投资等。我们认为预计随着电竞行业日趋规范化，叠加新兴技术推动、国家政策支持、电竞生态的健康发展，未来电竞市场规模将持续稳步上升。

图 1：电竞收入增长规模（单位：亿美元）及电竞观众增长规模（单位：亿人）



资料来源：Newzoo，《2020 年度电竞市场报告》，中国银河证券研究院

4. 12 月公布今年第三批进口游戏版号，共有 42 款进口游戏获批

在进口游戏方面，当前审批主要针对两种产品：一种是国内游戏企业代理的海外游戏产品，另一种是获得海外版权方 IP 授权、由国内游戏企业研发的游戏。2019 年 4 月 2 日，进口网络游戏版号恢复发放，这是自 2018 年 2 月以来首次发放进口游戏版号。12 月 2 日，国家新闻出版署下发了 2020 年第三批进口游戏版号，此次共有 42 款进口游戏获批。

表 5：上市公司进口游戏版号获批情况

序号	名称	申报类别	出版单位	运营单位	文号	出版物号	涉及上市公司
1	我的星球	移动	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	陕西澎湃信息科技有限公司	国新出审 [2020]2842 号	ISBN 978-7-498-08524-5	凤凰传媒
2	非常英雄	游戏机-PS4、XBOX	上海东方明珠文化发展有限公司	上海东方明珠文化发展有限公司	国新出审 [2020]2841 号	ISBN 978-7-498-08527-6	东方明珠
3	重生细胞	移动	成都盈众九州网络科技有限公司	上海幻电信息科技有限公司	国新出审 [2020]2839 号	ISBN 978-7-498-08522-1	哔哩哔哩
4	避难所：生存	移动	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	西安西品网络科技有限公司	国新出审 [2020]2838 号	ISBN 978-7-498-08530-6	凤凰传媒
5	巫泡	客户端	东方明珠新媒体股份有限公司	东方明珠新媒体股份有限公司	国新出审 [2020]2836 号	ISBN 978-7-498-08521-4	东方明珠
6	去月球	游戏机 -Nintendo Switch	心动网络股份有限公司	心动网络股份有限公司	国新出审 [2020]2835 号	ISBN 978-7-498-08520-7	心动网络
7	露西她所期望的一切	移动	心动网络股份有限公司	心动网络股份有限公司	国新出审 [2020]2834 号	ISBN 978-7-498-08519-1	心动网络

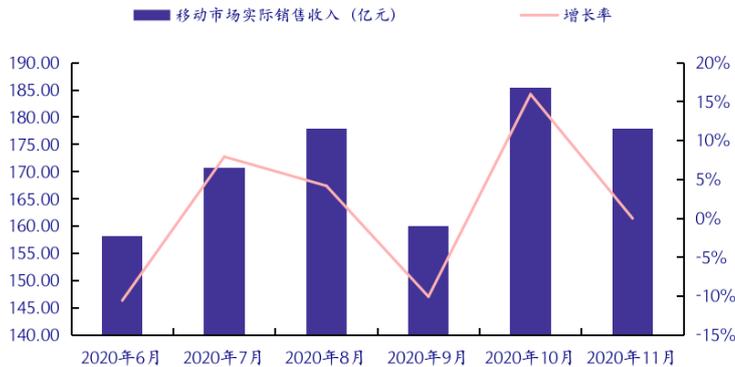
8	糖果缤纷乐	移动	北京中电电子出版社	网易(上海)网络游戏有限公司	国新出审 [2020]2833号	ISBN 978-7-498-08518-4	网易
9	暗影之刃:再度出击	移动	北京畅元国讯科技有限公司	上海汇火文化传播有限公司	国新出审 [2020]2832号	ISBN 978-7-498-08517-7	安妮股份
10	迪托之剑	移动	上海蓝颀网络科技有限公司	上海幻电信息科技有限公司	国新出审 [2020]2831号	ISBN 978-7-498-08516-0	哔哩哔哩
11	罗布乐思	移动、客户端	深圳市腾讯计算机系统有限公司	深圳市腾讯计算机系统有限公司	国新出审 [2020]2830号	ISBN 978-7-498-08526-9	腾讯
12	漫威超级战争	移动	广州网易计算机系统有限公司	杭州网易雷火科技有限公司	国新出审 [2020]2829号	ISBN 978-7-498-08515-3	网易
13	上古卷轴:刀锋	移动	上海数龙科技有限公司	上海数龙科技有限公司	国新出审 [2020]2828号	ISBN 978-7-498-08514-6	世纪华通
14	魔法洞穴2	移动、客户端	厦门雷霆互动网络科技有限公司	深圳雷霆信息技术有限公司	国新出审 [2020]2827号	ISBN 978-7-498-08525-2	吉比特
15	上古卷轴:传奇	移动	上海东方明珠文化发展有限公司	深圳市盖娅科技有限公司	国新出审 [2020]2825号	ISBN 978-7-498-08512-2	东方明珠
16	神庙逃亡	移动	三辰影库音像出版社有限公司	深圳市创梦天地科技有限公司	国新出审 [2020]2824号	ISBN 978-7-498-08511-5	创梦天地
17	钢之炼金术师	移动	北京中电电子出版社	北京卓意麦斯科技术有限公司	国新出审 [2020]2821号	ISBN 978-7-498-08508-5	腾讯控股
18	古典乐男子	移动	深圳中青宝互动网络股份有限公司	深圳时代首游互动科技有限公司	国新出审 [2020]2820号	ISBN 978-7-498-08507-8	中青宝
19	马力欧网球 王牌	游戏机 -Nintendo Switch	上海电子出版有限公司	上海纳原信息技术有限公司	国新出审 [2020]2818号	ISBN 978-7-498-08505-4	创梦天地
20	游戏王:决斗链接	移动	广州网易计算机系统有限公司	杭州网易雷火科技有限公司	国新出审 [2020]2817号	ISBN 978-7-498-08504-7	网易
21	月夜狂想曲	移动	上海鸿利数码科技有限公司	上海鸿利数码科技有限公司	国新出审 [2020]2816号	ISBN 978-7-498-08503-0	世纪华通
22	魔力时光	移动	上海东方明珠文化发展有限公司	上海东方明珠文化发展有限公司	国新出审 [2020]2815号	ISBN 978-7-498-08502-3	东方明珠
23	耀西的手工世界	游戏机 -Nintendo Switch	上海电子出版有限公司	深圳市腾讯计算机系统有限公司	国新出审 [2020]2814号	ISBN 978-7-498-08501-6	腾讯控股
24	真·三国无双霸	移动	华东师范大学电子音像出版社有限公司	深圳市中手游网络科技有限公司	国新出审 [2020]2813号	ISBN 978-7-498-08500-9	中手游
25	战争命运	移动	深圳中青宝互动网络股份有限公司	深圳中青宝互动网络股份有限公司	国新出审 [2020]2812号	ISBN 978-7-498-08499-6	中青宝

26	忍者龟: 归来	移动	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	深圳市拇指游玩科技有限公司	国新出审 [2020]2811号	ISBN 978-7-498-08498-9	凤凰传媒 *ST天润
27	探寻者记: 迷城奇案	移动	深圳市创梦天地科技有限公司	深圳市心游互动科技有限公司	国新出审 [2020]2808号	ISBN 978-7-498-08495-8	创梦天地
28	梦幻动物园	移动	互爱互动(北京)科技有限公司	互爱互动(北京)科技有限公司	国新出审 [2020]2807号	ISBN 978-7-498-08494-1	万达电影
29	坎巴拉太空计划	客户端	深圳市腾讯计算机系统有限公司	深圳市腾讯计算机系统有限公司	国新出审 [2020]2806号	ISBN 978-7-498-08493-4	腾讯控股
30	汤姆猫总动员	移动	杭州哲信信息技术有限公司	杭州哲信信息技术有限公司	国新出审 [2020]2805号	ISBN 978-7-498-08492-7	金科文化
31	古墓丽影传说: 迷踪	移动	上海数龙科技有限公司	上海数龙科技有限公司	国新出审 [2020]2804号	ISBN 978-7-498-08491-0	世纪华通
32	汤姆猫荒野派对	移动	杭州哲信信息技术有限公司	杭州哲信信息技术有限公司	国新出审 [2020]2803号	ISBN 978-7-498-08490-3	金科文化
33	三国群英传 2	客户端	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	杭州凤侠网络科技有限公司	国新出审 [2020]2802号	ISBN 978-7-498-08528-3	凤凰传媒
34	仙剑奇侠传九野	移动	深圳市中手游网络科技有限公司	深圳市豆悦网络科技有限公司	国新出审 [2020]2801号	ISBN 978-7-498-08489-7	中手游

资料来源: 国家新闻出版署, 中国银河证券研究院整理

5. 11月流水小幅下滑, 王者荣耀流水持续登顶

11月移动游戏环比收入小幅下滑。据伽马数据统计, 2020年11月中国移动游戏销售收入环比下降4.04%, 实际销售收入为177.98亿元。11月份相比上月缺少假期刺激, 用户在线时间下降, 收入规模也随之下滑。从游戏角度来看, 《原神》《万国觉醒》等近期上线新品流水有所回落, 但移动游戏市场规模仍在暑期之上。11月《天涯明月刀》《原神》《万国觉醒》爆款产品数量多与暑期, 且《三国志·战略版》《神武4》《大话西游》等多款产品流水较暑期均有所增加。

图 2: 2020 年 6-11 月中国移动游戏市场规模 (亿元)


资料来源: 伽马数据, 中国银河证券研究院

根据伽马数据, 2020 年 11 月, 伽马数据测算榜 TOP10 中, 《王者荣耀》《和平精英》继续保持第一、第二。《天涯明月刀》《三国志·战略版》表现强势, 冲击榜三榜四, 《梦幻西游》本月继续发力, 达第五名, 《大话西游》自 2020 年来首次进榜, 其主要受益于 11 月 5 日开启“双十一大话好物节”, 多重好礼吸引用户, 刺激流水增长。流水测算榜 TOP10 产品中包含了 6 种游戏类型, 头部游戏类型呈现多元化, 腾讯、网易包揽 60%。

表 6: 2020 年 11 月伽马数据移动游戏流水 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	开发商	运营商
1	王者荣耀	MOBA 类	腾讯游戏	腾讯游戏
2	和平精英	射击类	腾讯游戏	腾讯游戏
3	天涯明月刀	MMORPG	腾讯游戏	腾讯游戏
4	三国志·战略版	策略类 (SLG)	广州简悦信息科技有限公司	广州简悦信息科技有限公司
5	梦幻西游	回合制 RPG 类	网易游戏	网易游戏
6	原神	APRG	米哈游科技(上海)有限公司	米哈游科技(上海)有限公司
7	万国觉醒	策略类 (SLG)	成都乐狗科技有限	上海莉莉丝科技股份
8	大话西游	回合制 RPG 类	网易游戏	网易游戏
9	率土之滨	策略类 (SLG)	网易游戏	网易游戏
10	神武 4	回合制 RPG 类	多益网络	多益网络

资料来源: 伽马数据《2020 年 11 月移动游戏报告》, 中国银河证券研究院

11 月下载榜王者荣耀登顶。2020 年 11 月, iOS 下载榜 TOP10 中《王者荣耀》登顶, 《和平精英》位居第二。休闲益智类游戏占据三款, 其中《爆破大师》为 Voodoo 发行的休闲益智类解压游戏, 游戏中用户化身成为爆破专家, 对一些废旧建筑进行爆破拆除, 受到用户的喜爱, 且 11 月中有 10 天进入 iOS 日免费榜 TOP10。

表 7: 2020 年 11 月 iOS 渠道下载榜 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA 类
2	和平精英	射击类
3	网吧模拟器	模拟经营类
4	原神	ARPG
5	开心消消乐	消除类
6	天涯明月刀	MMORPG
7	贪吃蛇大作战	休闲益智类
8	欢乐斗地主	棋牌类
9	团结行动!	休闲益智类
10	爆破大师	休闲益智类

资料来源: 伽马数据《2020 年 11 月移动游戏报告》, 中国银河证券研究院

(四) 出版行业: 去年国内数字出版产业收入规模近万亿

1. 数字出版产业持续增长, 在线教育发展最为强劲

12 月 22 日《2019-2020 中国数字出版产业年度报告》正式发布, 报告显示 2019 年我国数字出版产业整体收入规模为 9881.43 亿元, 同比增长 11.16%。其中互联网期刊收入 23.08 亿元, 电子书收入 58 亿元, 数字报纸(不含手机报)收入 8 亿元, 博客类应用收入 117.7 亿元, 在线音乐收入 124 亿元, 网络动漫收入 171 亿元, 移动出版(移动阅读、移动音乐、移动游戏等)收入 2314.82 亿元, 网络游戏收入 713.83 亿元, 在线教育收入为 2010 亿元, 网络动漫收入为 171 亿元, 其中新兴板块继续保持良好发展势头, 移动出版、在线教育、网络动漫三者占数字出版收入总规模的比例为 45.50%, 在线教育收入规模与 2018 年相比增幅超过 50%, 增长强劲, 未来数字出版产业市场格局梯队层次渐趋形成。

表 8: 2019 年数字出版产业收入情况(单位: 亿元)

数字出版分类	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
互联网期刊	7.49	9.34	10.83	12.15	14.3	15.85	17.5	20.1	21.38	23.08
电子书	24.8(电子书 5+电 子阅读器 19.8)	16.5(电子书 7+电 子阅读器 9.5)	31	38	45	49	52	54	56	58
数字报纸	6(网络版)	12(不含手机报)	15.9(不含手机报)	11.6(不含手机报)	10.5(不含手机报)	9.6(不含手机报)	9(不含手机报)	8.6(不含手机报)	8.3(不含手机报)	8
博客类应用	10	24	40	15	33.2	11.8	45.3	77.13	115.3	117.7

在线音乐	2.8	3.8	18.2	43.6	52.4	55	61	85	103.5	124
移动出版	349.8(未包 括手机动 漫)	367.34(未 包括手机 动漫)	472.21(未 包括手机 动漫)	579.6(未包 括手机动 漫)	784.9(未包 括移动动 漫)	1055.9(未 包括移动 动漫)	1399.5(未 包括移动 动漫)	1796.3(未 包括移动 动漫)	2007.4(未 包括移动 动漫)	2314.82
网络游戏	323.7	428.5	569.6	718.4	869.4	888.8	827.85	884.9	791.1	713.83
网络动漫	6	3.5	5	22	38	44.2	155	178.9	180.8	171
在线教育	-	-	-	-	-	180	251	1010	1330	2010
互联网广 告	318	505	769	1096	1507	1897	2295	2957	3717	4341
合计	1051.79	1377.88	1935.49	2540.35	3387.7	4403.85	5720.85	7071.93	8330.78	9881.43

资料来源:《2019-2020 中国数字出版产业年度报告》, 中国银河证券研究院

2. 2020 年中国版权年会召开, 阅文集团 18 部作品上榜最具版权价值网络文学排行榜

12月10日,由中国版权协会主办的2020年中国版权年会正式举办,大会首次发起了“2020年最具版权价值排行榜”评选活动,涉及图书、网络文学、网络游戏、国产软件四个领域。其中公2020年度最具版权价值网络文学排行榜,细分为现代、古代及幻想三个子榜单,每个榜单有10部作品,共有30部佳作上榜,其中阅文集团《明月度关山》《何日请长缨》《猎鹰》《庆余年》《赘婿》《山河盛宴》《诡秘之主》《第一序列》《欢想世界》等18部阅文作品入选三个榜单。

3. 图书市场逐步回暖, 降幅收窄

2020年Q1受疫情影响,实体书店停业对线下渠道销售额产生较大影响,线上平台店铺的销售也受印厂停工或产能下降以及物流限制同期下降,线上自营店铺受到影响较小。随着疫情形势的好转,图书市场也逐渐回暖,实体店渠道降幅收窄,网店渠道增速有所提升。据北京开卷数据统计2020年前三季度,整体图书零售市场同比依然呈现负增长,下降6.98%,降幅较上半年进一步收窄。

根据当当网2020年12月数据显示,12月图书畅销榜单中《你当像鸟飞往你的山》荣登榜首, TOP10中,童书类型占据30%。12月新书热卖榜单中,《医路向前巍子给中国人的救护指南》占据榜一,图书类型呈多元化。

表 3: 2020 年 12 月图书畅销榜单 TOP10

名次	图书	作者	出版单位	定价	类型
1	你当像鸟飞往你的山	塔拉·韦斯特弗	南海出版公司	59	文学
2	樊登讲论语: 学而	樊登	北京联合出版有限公司	72	文化

3	健康日历 2021	丁香医生	现代出版社	99.8	保健/ 养生
4	神奇校车·图画书版（全 12 册，新增科学博览会 1 册）	乔安娜柯尔	贵州人民出版社	196	童书
5	小熊和最好的爸爸（全 7 册）	阿兰德·丹姆	贵州人民出版社	35	童书
6	人间失格	太宰治	作家出版社	19.5	小说
7	少年读史记（套装全 5 册）	张嘉骅	青岛出版社	95	童书
8	啊 2.0	大冰	北京联合出版公司	39.6	小说
9	蛤蟆先生去看心理医生	罗伯特·戴博德	天津人民出版社	38	心理学
10	钝感力	渡边淳一	青岛出版社	30.4	成功/ 励志

资料来源：当当网，中国银河证券研究院

表 10：2020 年 12 月新书热卖榜单 TOP10

名次	图书	作者	出版单位	定价	类型
1	医路向前巍子给中国人的救护指南	医路向前巍子	北京联合出版有限公司	68	保健/ 养生
2	龙猫	宫崎骏	北京联合出版有限公司	68	动漫/ 幽默
3	趣说中国史：如果把中国 422 位皇帝放在一个群里，他们会聊些什么？	趣哥	台海出版社	47.3	历史
4	候场	李诞	上海文艺出版社	42	文学
5	失传的营养学 远离疾病	王涛	中国大百科全书出版社	48	保健/ 养生
6	书法课	林曦	北京十月文艺出版社	128	文学
7	渤海小吏讲中国史：楚汉双雄	渤海小吏	台海出版社	60	历史
8	沉默的病人	亚历克斯·麦克利兹	河南文艺出版社	45	小说
9	半小时漫画科学史 2	陈磊·半小时漫画团队	文汇出版社	45	科普 读物

10 一读就上瘾的中国史 1+2 温伯陵 台海出版社 109 历史

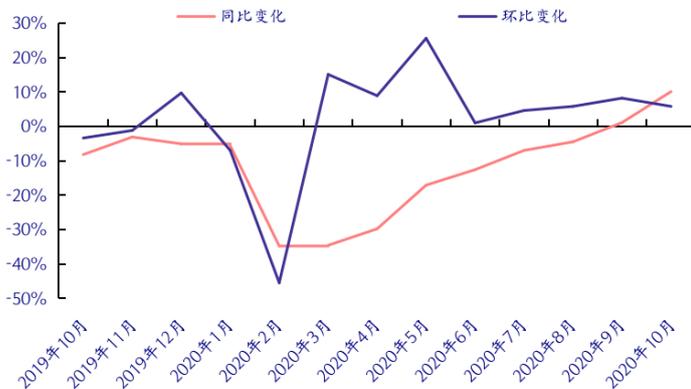
资料来源：当当网，中国银河证券研究院

（五）营销行业：商家自播或成为品牌营销新风口

1. 广告市场环比同比双增长，各渠道表现良好

2020年10月广告市场整体刊例花费环比和同比迎来双增长，环比提升5.8%，同比提升10.1%。与去年同期相比，广告市场基本上恢复到了疫情前的水平。自疫情开始以来，广告市场就呈现大幅度下滑趋势，随着市场逐渐逐渐得到控制，全面复工复产的有序进行，新冠疫情对广告市场的影响持续萎缩，各渠道的广告刊例收入都有所上涨，但整体相比去年依然呈现负增长。

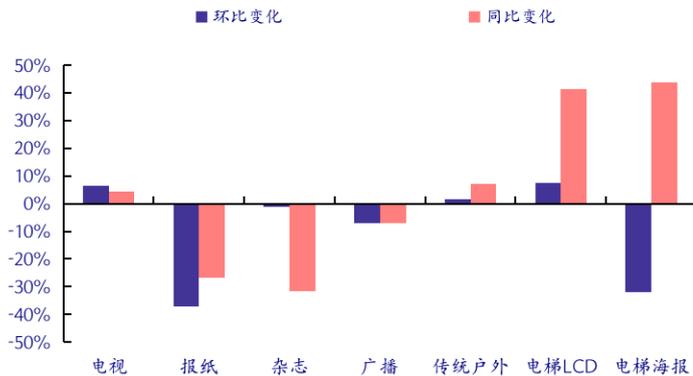
图 3：2019 年 10 月-2020 年 10 月广告刊例花费变化



资料来源：CTR 媒介智讯、Wind，中国银河证券研究院

电视、传统户外、电梯 LCD、电梯海报的同比延续增长态势，电梯海报同比增长 43.9%。从行业角度看，食品、饮料、邮电通讯和 IT 产品及服务行业在多个渠道的广告投放增长明显，传统户外广告增幅同比 399.6%，其在电梯广告的投放也有明显增长，在电梯 LCD 的广告总花费同比增长 114.8%，在电梯海报的广告花费同比增长 131.3%，主要原因系大量生活服务、在线教育、短视频等集中投放拉动。食品行业及饮料行业投放延续增长，食品在电梯 LCD 花费同比提升 168.8%，增长主要源于方便食品、零食糖果的大量增投，饮料行业 10 月份在电梯海报的广告花费同比增长 44.8%，在影院食品的广告花费同比增长 81.9%，主要源于伊利、君乐宝、王老吉等饮料品牌的大量投放。

图 4：2020 年 10 月各媒介广告刊例花费变化

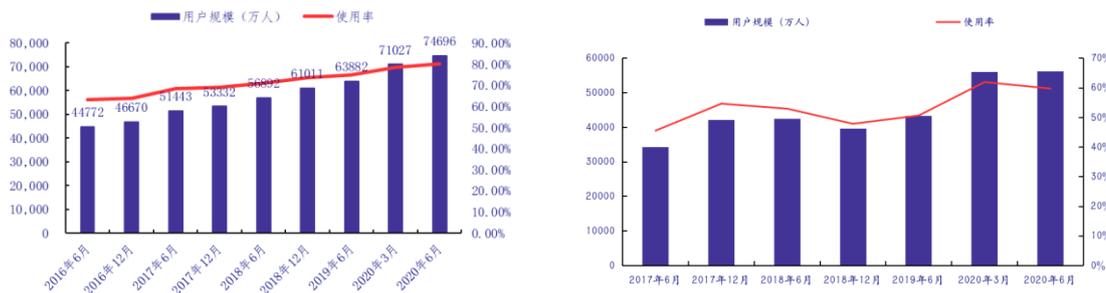


资料来源: CTR 媒介智讯, 中国银河证券研究院

2. 网络购物用户规模持续增加, 直播电商新业态彰显活力

我国网购用户一直以来都在源源不断地增长, 据《中国互联网络发展状况统计报告》显示, 截至 2020 年 6 月, 我国网络购物用户规模约 7.47 亿, 较 2020 年 3 月增长 3912 万, 使用率稳步提升, 2020 年 6 月达 79.7%; 2019 年起网红经济发展迅猛, 直播电商 2019 年交易量增至 4400 亿元, 同比增速 214.29%, 其中淘宝直播体量最大, 预计 2019 年淘宝直播交易规模达 2500 亿元。网红经济发展催生新业态, 主播带货业务盛行, 截止 2020 年 6 月, 我国网络直播用户规模达 5.62 亿, 占网民整体 59.8%。其中电商直播用户规模为 3.09 亿, 占网民整体 32.9%, 2020 年上半年国内电商直播超 1000 万场, 活跃主播超 40 万, 观看人数达 500 亿, 电商直播成为 2020 年上半年发展最为迅猛的互联网应用之一。

图 14: 2016 年 6 月-2020 年 6 月网络购物用户规模及使用率及 2017 年 6 月-2020 年 12 月网络直播用户规模及使用率



资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查, 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院

3. 平台主播提升品牌认可度, 薇娅 viya 列榜首

2020 年受疫情影响, 基于企业私域流量运营需求和用户教育的完成, 品牌商已经将直播作为标配销售渠道。直播打破了电商的地域与时间限制, 使得品牌商原来在线下参加的展销会、发布会, 能通过直播的方式, 介绍自身的资质实力, 展示产品的性能, 并提供在线的实时服务。

通过 $GMV = \text{流量} * \text{转化率} * \text{客单价}$ ，这一电商经典公式可以看出，直播主播自带私域流量，用户粘性高，付费意愿强，可直接带动直播增量的上升；而通过主播的讲解，以及秒杀（饥饿营销）、独家（个性化）、赠品等主播常用的方式，购买转化率大大提升。

表 11: 2020 年 11 月淘宝播主榜单 TOP10

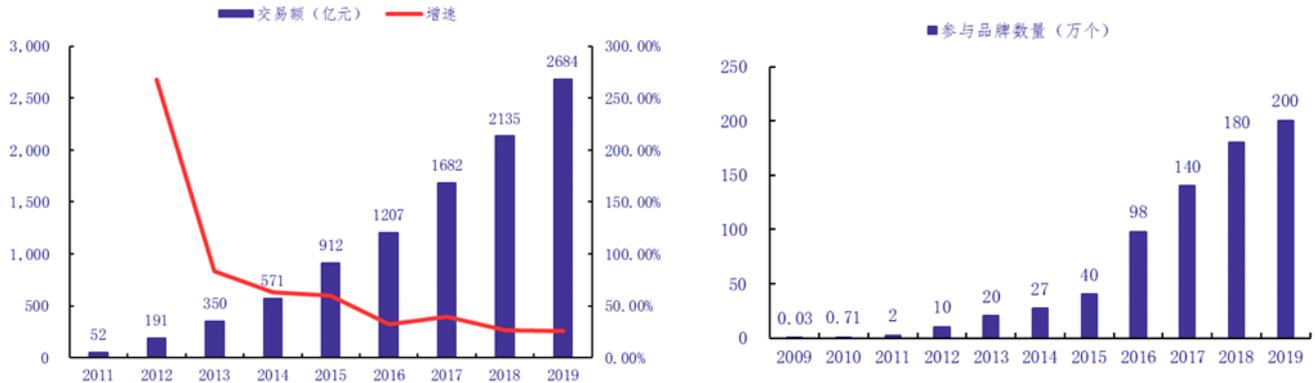
排名	播主昵称	ID	粉丝数(万)	知瓜指数
1	薇娅 viya	53707	3822.42	973
2	李佳琦 Austin	92817	3729.32	964
3	雪梨_Chérie	53644	1811.7	908
4	烈儿宝贝	57821	707.08	859
5	聚划算百亿补贴官方	1339576	435.41	828
6	陈洁 kiki	58165	459.7	823
7	金星完美生活家	3634822	89.96	821
8	Timor 小小疯	162575	451	819
9	天猫超市	58604	4283.2	817
10	林依轮	1129361	254.58	815

资料来源：知瓜数据，中国银河证券研究院

4. 双十二期间，店家自播成为直播带货新趋势

据淘宝官方公布数据显示，商家在自己的直播间引导的成交占比超过淘宝直播的 GMV 里的六成，过去一年参与直播的商家数量增幅超过了 220%，可见商家自播带货成为品牌营销新风口。据知瓜数据显示，淘宝平台双十二开启首日，各大品牌都进行了长时间的直播带货，如兰蔻的店铺直播间开播近 18 个小时，其中仅 8 点-18 点期间带货总销量高达到 27.62 亿，GMV 高达 1.48 亿；国货花西子天猫店铺直播间的直播时间近 19 个小时，带货总销量高达 155.85w，总 GMV 近 2.22 亿。抖音平台上，12 月 6 日抖音带货榜榜一为“Apple 产品青橙数码旗舰店”，同样是品牌店铺，预估销售额 1965.42 万元。我们认为商家借助头部主播营销品牌，提升销量只能在短时间获得影响力，长久来看商家自播更具性价比优势，未来主播直播和商家自播相结合的方式或将成为趋势。

图 15: 2011-2019 年天猫双十一交易额统计及 2009-2019 年天猫双十一参与品牌数量



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院

5. 头部主播相继陷入售假风波, 直播电商的合规化正在加速

作为低门槛风口行业, 直播电商吸引大量资本和流量的进入的同时, 也存在诸多问题, 12月19日头部主播李佳琦被质疑“双11”期间带货的美容仪存在虚假宣传; 12月21日罗永浩在“假羊毛衫事件”后宣布其“交个朋友直播间”将全方位整改升级, 具体措施包括成立“质控实验室”、与国际知名的第三方专业检测机构 SGS 展开紧密合作等; 12月23日主播辛巴因直播带货即食燕窝涉嫌售假, 其所属广州和翊电子商务有限公司被处90万元行政罚款, 燕窝提供方广州融昱贸易有限公司处200万元罚款, 主播辛巴承担退一赔三责任, 退赔6198.304万元。头部主播相继陷入售假风波中, 由此可见制假售假链条泛滥且有利用直播带货扩张的势头, 对此监管部门针对直播带货的监管政策正密集出台, 11月13日, 国家互联网信息办公室会同有关部门起草了《互联网直播营销信息内容服务管理规定》并向社会公开征求意见。其中, 征求意见稿规定了直播人员不得虚构或者篡改关注度、浏览量、点赞量、交易量等数据流量造假的相关行为, 这将有助于避免行业内的恶性竞争, 引导消费者理性消费。意见稿还明确直播营销平台应当记录、保存直播内容, 保存时间不少于六十日, 并提供直播内容回看功能, 这将有助于保护消费者的权益, 使得消费者在遇到问题时可以有效举证。帮助行业向健康的方向快速前进。

三、传媒行业在资本市场中的发展情况

(一) 传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升

近年来，受国家政策扶持与产业较快发展、居民文化消费结构升级以及发展战略需求等因素驱动，传媒行业并购重组迎来快速发展期。2013-2015年传媒行业迎来并购热潮，数据显示，2013年传媒行业上市公司并购21起，并购金额327.84亿元；2014年，上市公司并购34起，并购金额988.00亿元；到2015年并购数量增至52起，并购金额高达1544.59亿元。但随着2016年监管收紧，传媒行业并购大潮逐渐回落，2016年完成并购31起，并购金额898.01亿元，2017年完成并购22起，并购金额减少至599.47亿元，2018年传媒行业中上市公司完成并购仅5起，并购金额519.13亿元；多家上市公司如出版传媒、印纪传媒等主动终止多起重大资产重组事项，并购重组渐趋理性。2019年传媒行业中上市公司完成并购共5起，并购金额610.16亿元。2020年至今，共披露重大重组事件13项，完成5起，并购金额166.92亿元，分别为哈高科定增收购电广传媒所持湘财证券99.73%股权（多元化战略）；科斯伍德定增收购龙门教育50.17%股权（多元化战略）；三爱富出售常熟新材料100%股权及新材料销售100%股权（战略合作）；中体产业定增收购中体彩科技51%股权、国体认证62%股权、中体彩印务30%股权和华安认证100%股权（资产调整）；以及ST慧球吸收合并天下秀100%股权。

传媒行业A股上市情况则呈现不同的特点。2014-2016年，传媒行业A股上市数较少：根据数据显示，2014年传媒行业A股上市企业为0，2015年有5家传媒企业登陆A股，融资规模29.72亿元，2016年有7家传媒企业登陆A股，融资规模102.49亿元。但随着2017年《国家“十三五”时期文化发展改革纲要》、《电影产业促进法》、动漫游戏产业专项资金扶持项目等多个政策文化出台，推动传媒产业与资本深度融合，传媒行业迎来上市热潮，2017年有14家传媒企业登陆A股，融资规模达95.16亿元。但是2018年整体市场环境恶化，加之IPO审批趋严，传媒行业上市企业数再次为0。2019年，有8家传媒互联网企业登陆A股，融资规模达到48.51亿元。2020年至今有5家传媒互联网企业登录A股。2020年5月28日，三人行传媒集团股份有限公司在上海证券交易所主板上市，作为专业从事整合营销服务的综合型广告传媒公司正式登陆资本市场，发行价格60.62元/股，公开发行股票1,726.67万股，募集资金10.47亿元。7月27日，流金岁月三板上市，发行价为7.18元/股，共发行3000万股，募集资金2.15亿元。8月5日，天地在线在深交所中小企业板上市，发行价为33.84元/股，共发行1617万股，募集资金5.47亿元。9月25日，若羽辰在深交所中小企业板上市，发行价格为15.2元/股，公开发行股票3043万股，募集资金4.625亿元。9月29日，丽人丽妆在深交所主板A股上市，发行价为12.23元/股，公开发行股票4001万股，募集资金48932.23万元。

(二) 传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低

截至2020年12月31日，传媒行业滚动市盈率为29.35倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为19.35倍，分别较13年以来的历史均值低31.06%和高21.11%。行业估值溢价率方面，目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低120个百分点。当前值为51.65%，历史均值为171.33%。

图 16：传媒股估值及溢价分析



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) A股IPO审核依然趋严, 中概股回流趋势明显

近年来传媒行业相对于其他行业, 更主动地参与海外资本市场原因如下:

首先, 中国的上市资质标准更偏好于企业存续时间长、现金流稳定的成熟型公司, 然而传媒行业中包括大量新兴的互联网企业, 这些企业成长性较强, 但是成立时间较短, 前期投入较大, 短期内可能处于亏损, 在A股上市相对困难, 但是美股、港股对于此类新经济企业的接纳度较高。

其次, 2017年以来, 证监会进一步加强了影视、娱乐类企业IPO审核, 如2016年7月15日, 深交所发布《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第1号——上市公司从事广播电影电视业务(2016年修订)》, 进一步规范广播电影电视相关业务所涉及的信息披露行为, 在国内政策趋紧的背景下, 传媒企业更多寻求海外资本市场融资。

但伴随着美国资本市场的确定因素加剧, 以及港交所对新经济公司上市制度改革的完成, 中概股公司回流上市趋势加速。2019年11月阿里巴巴在香港二次上市, 共募资1012亿港元, 占当年香港IPO市场募资总额的32.4%, 是港交所有史以来第三大IPO, 也是新上市制度下第一家同股不同权上市公司。2020年6月, 网易和京东也先后通过港交所上市聆讯在香港二次上市。

四、投资建议

我们梳理了2021年全年的投资主线, 从三个角度进行推荐:

1.新模式：私域流量领域商业价值大有可为：移动互联网进入成熟期，公域流量价格逐渐走高，转化效率难以得到保证。在开拓成本不断抬升的趋势下，去中心化趋势逐渐成为主流，具有私域属性的社区和平台的商业价值凸显。以抖音和快手为代表的短视频平台通过积累大量主播资源成功进入电商领域并实现了GMV的快速增长。小红书、哔哩哔哩等具有特定标签属性的平台也不断进行商业化的尝试，并获得了市场的认可。我们认为，在移动互联网后周期，私域流量产业链具有巨大的商业价值，产业各方都将在这个快速增长的领域中获益，因此建议关注产业链相关标的，建议关注具有私域属性的平台腾讯控股(0700.HK)、哔哩哔哩(BILI.O)、即将在港交所上市的快手(H01454.HK)，以及较早布局MCN领域的天下秀(600556.SH)、星期六(002291.SZ)、元隆雅图(002878.SZ)、引力传媒等(603598.SH)。

2.新业态：技术升级引领游戏产业变革，内容为王渐成趋势：受买量成本上升等消息影响，游戏板块近期回落幅度较大，但我们仍然长期看好行业的增长势头。我们认为，随着5G商用进程的加速，具备了技术、政策和需求等基础的云游戏也有望成为最先普及并获益的5G应用之一，云游戏或将进入大规模应用和增长阶段。同时游戏出海作为文化输出的重要环节将成为行业长期发展趋势，未来游戏行业将以高品质研发来提高游戏成功率及收入能力，从而对冲流量成本上升造成的小幅影响，长期来看，游戏行业仍然具备较好的成长性，随着近期估值的持续回落，行业逐渐进入具有配置价值的区间，建议关注具备完善产品矩阵且研发能力优异的祖龙娱乐(9990.HK)、腾讯控股(0700.HK)、网易(NTES.O)、完美世界(002624.SZ)、三七互娱(002555.SZ)等。

3.新消费：线下消费强势回归，关注新格局下投资机会：随着疫情逐渐得到有效控制及新冠疫苗的推出在即，我们认为线下消费将强势回归。第一、后疫情时代医美行业有望崛起，一系列消费大促和社交营销、直播电商等渠道兴起，有利于行业有效拉新，同时积压的医美消费需求迎来快速释放，中国医美行业目前集中度较低，医美垂直平台通过社区分享的方式，有望打通产业链上下游，有效缓解消费者与医美机构之间的信息沟通不畅的问题，撮合交易，促进医美行业健康良性发展。建议关注垂直医美平台新氧(SY.O)、综合生活服务平台美团-W(3690.HK)。第二、生活圈广告景气度将持续上行，随着线下行业的快速复苏，叠加近年来资本市场的活跃度提升，大量的新兴产业将加入到大规模广告投放阵营中来，因此生活圈广告相关标的业绩表现有望持续超预期，建议关注生活圈媒体分众传媒(002027.SZ)、三人行(605168.SH)。第三，电影行业有望在2021年春节档迎来行业拐点，市场空间有望随居民消费升级与内容消费需要进一步扩大，优质高口碑内容成为票房关键，建议关注内容制作龙头光线传媒(300251.SZ)。同时，疫情加速院线市场集中，经营管理能力优秀的院线龙头市占率提升明显，建议关注头部院线万达电影(002739.SZ)、横店影视(603103.SH)。

五、风险提示

市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。

六、附录

(一) 传媒各子行业历年政策变化

表 4: 影视行业产业支持政策

时间	政策文件	政策
2013 年 8 月 1 日	财政部、国家税务总局发布《财政部 国家税务总局关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》(财税[2013]37 号)	营改增后, 广播影视业将采用 6% 的低档税率。演员范围、以明星演员为议价标准。
2018 年 10 月 2 日	国务院税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》(税总发[2018]153 号)	从 2018 年 10 月 10 日起到 2019 年 7 月底前结束, 各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员, 对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠, 自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税款; 对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收。
2018 年 12 月 25 日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》(国办发[2018]124 号)	经营性文化事业单位转制为企业后, 五年内免征企业所得税; 由财政部门拨付事业经费的经营性文化事业单位转制为企业, 对其自用房产五年内免征房产税; 对电影制片企业销售电影拷贝(含数字拷贝)、转让版权取得的收入, 电影发行企业取得的电影发行收入, 免征增值税。
2018 年 12 月 11 日	国家电影局日前下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》	鼓励跨地区、跨所有制院线整合; 通过国家电影事业发展专项资金资助中西部地区县城(县级市)新建或改扩建影院及乡镇影院; 到 2020 年, 全国城市电影院线的银幕总数达到 8 万块以上。
2019 年 2 月 15 日	北京市委、市政府印发《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》	从金融支持、“文化+科技”、IP 软环境优化、影视园区建设、国际传播等 10 个方面提出重点工作方向, 推动影视业和文化产业高质量发展。
2019 年 3 月 1 日	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》	持续推进 4K 超高清电视内容建设, 创新内容生产, 丰富超高清电视节目有效供给。推动超高清视频在游戏、动漫、电影等领域的应用, 支持超高清游戏制作工具、电影拍摄和放映设备、超高清画屏等产品的研发量产。
2019 年 3 月 1 日	财政部发布《关于继续实施支持文化企业发展增值税政策的通知》	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日, 对电影主管部门(包括中央、省、地市及县级)按照各自职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司(含成员企业)、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝(含数字拷贝)收入、转让电影版权(包括转让和许可使用)收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入, 免征增值税。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

表 5: 影视行业从业人员薪酬及税务政策

时间	政策文件	政策
2016 年 9 月	国家新闻出版广电总局办公厅发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步加强电视剧购播工作管理的通知》	各级电视播出机构在电视剧购播过程中不得指定演员、划定明星演员范围、以明星演员为议价标准。
2017 年 9 月 8 日	国家新闻出版广电总局、发展改革委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委下发《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	要建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制, 严禁播出机构以明星为唯一议价标准, 综艺节目、网络剧参照电视剧的规定执行。
2017 年 9 月 22 日	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、	各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内, 全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%, 其中, 主要演员不超过总片酬的 70%, 其他演员不低于总片酬的 30%

	中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	
2018年6月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》	除“40%、70%”之外，规定影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象；明确政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的影视剧和网络视听节目、助长过高片酬。
2018年10月2日	国务院税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》（税总发[2018]153号）	要求从2018年10月10日起到2019年7月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税款；对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 6：游戏行业政策

时间	政策文件	政策
2016年2月	新闻出版广电总局、工信部发布《网络出版服务管理规定》	规定从事网络出版服务，必须依法经过出版行政主管部门批准，取得《网络出版服务许可证》。网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。
2016年5月	新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》（新广出办发【2016】44号）	进一步明确移动游戏出版需经国家新闻出版广电总局前置审批，才能上线运营；对已经批准出版的移动游戏的升级作品及新资料片，视为新作品，需重新审批。
2016年6月	新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》	“未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营”，此前已经上网出版运营的手游“要求于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续”，对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，“一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处”。
2018年3月	新闻出版广电总局被撤销，版号申报彻底暂停	因为新闻出版总署的调整，自2018年3月起，游戏版号申办业务直接停办。相关部门更是提出新的监控内容，理由是为加强新时代儿童青少年近视防控工作
2018年8月	教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。”
2018年12月21日	“2018年中国游戏产业年会”大会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正在抓紧核发版号；同时，机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019年2月14日	北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》	简化游戏审批流程，明确游戏内容审核标准和方向，提高审核流程的透明化和规范化。
2019年4月10日	国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作，控制版号产品数量，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 7：出版行业政策

时间	政策文件	政策
2009年1月	国家新闻出版广电总局实施《书号实名申领管理办法（试行）》	书号实名网上申领制确立，出版单位书号在实际上突破了历年的分配定额限制
2017年9月	国家新闻出版广电总局发布《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》	文件指出，要推进新闻出版产业供给侧结构性改革，据此，2018年初开始，书号审批总量实际收缩。
2018年3月	中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》	新闻出版工作划归中共中央宣传部，中央及地方出版管理体制深化改革基本完成，出版管理实际趋严。
2018年6月	财政部税务总局下发《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》	出版行业纳税优惠政策延续至2020年12月31日，维持2013年政策意志，图书批发、零售环节免征增值税。

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 8: 营销行业政策

时间	政策文件	政策
2009 年 7 月	国务院常务会议审议通过《文化产业振兴规划》	国家首次将文化创意、广告等文化产业列为国家战略性新兴产业。
2016 年 7 月	工商总局制定《广告产业发展“十三五”规划》	政府规划提出要打造具有国际化服务能力的大型广告企业集团。
2018 年 12 月	工商总局颁布全新《广告发布登记管理规定》	新规定取消了广告经营行政许可，简化了行政审批程序，有利于传统广告媒体与互联网广告共享广告业发展新成果。

资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 核心组合

表 9: 核心推荐组合及推荐理由

	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅 (%)	市盈率 PE (TTM)	市值 (亿元)
核心组合	002739.SZ	万达电影	院线市占率提升，优秀内容将带领公司业绩复苏	5.57	-5.33	403.32
	002624.SZ	完美世界	自研精品游戏贡献营收增长，加速布局云游戏及海外市场	-1.19	31.21	572.28
	300413.SZ	芒果超媒	具备优质内容储备，会员+广告驱动业绩长期发展	0.06	71.97	1290.77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 2012-2018 文化及产业增加值 GDP 占比及增长率	2
图 2: 2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速与居民人均教文娱消费支出占比	3
图 3: 2019 年居民消费结构	4
图 4: 2019-2020 年 1-12 月中国电影市场票房、观影人次、场次及环比增速	6
图 5: 网络剧月度播映指数 Top10 变化情况	7
图 6: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况	7
图 7: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况	8
图 8: 卫视收视率变化情况	9
图 9: IP 改编游戏市场收入状况	11
图 10: 电竞收入增长规模 (单位: 亿美元) 及电竞观众增长规模 (单位: 亿人)	12
图 11: 2020 年 6-11 月中国移动游戏市场规模 (亿元)	15
图 12: 2019 年 10 月-2020 年 10 月广告刊例花费变化	20
图 13: 2020 年 10 月各媒介广告刊例花费变化	20
图 14: 2016 年 6 月-2020 年 6 月网络购物用户规模及使用率及 2017 年 6 月-2020 年 12 月网络直播用户规模及使用率	21
图 15: 2011-2019 年天猫双十一交易额统计及 2009-2019 年天猫双十一参与品牌数量	23
图 16: 传媒股估值及溢价分析	24

表格目录

表 1: 传媒各子行业政策环境.....	4
表 2: 12 月电影票房排名.....	6
表 3: 2020 年 11 月电视剧分类占比情况.....	7
表 4: 卫视月度收视率排行榜.....	8
表 5: 上市公司进口游戏版号获批情况.....	12
表 6: 2020 年 11 月伽马数据移动游戏流水 TOP10.....	15
表 7: 2020 年 11 月 iOS 渠道下载榜 TOP10.....	16
表 8: 2019 年数字出版产业收入情况 (单位: 亿元).....	16
表 9: 2020 年 12 月图书畅销榜单 TOP10.....	17
表 10: 2020 年 12 月新书热卖榜单 TOP10.....	18
表 11: 2020 年 11 月淘宝播主榜单 TOP10.....	22
表 12: 影视行业产业政策.....	27
表 13: 影视行业从业人员薪酬及税务政策.....	27
表 14: 游戏行业政策.....	28
表 15: 出版行业政策.....	28
表 16: 营销行业政策.....	29
表 17: 核心推荐组合及推荐理由.....	29

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人 哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn